



金融投资专业理财

## 加息暂停经济回暖 国内经济缓慢复苏

瑞达期货研究院  
投资咨询业务资格  
许可证号：30170000

分析师：  
柳瑜萍  
期货从业资格证号：  
F0308127  
投资咨询证号：  
Z0012251

咨询电话：059586778969  
咨询微信号：Rdqhyjy  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号  
了解更多资讯



### 摘要

7月美国就业及通胀数据皆优于预期，市场对美联储年内加息预期已达成相对共识，同时美联储如期加息25基点后并未释放明显的鹰派信号，外加月末GDP数据显示美国经济增速优于预期，市场整体风险偏好得到提振，美国三大股指走强，国债收益率及美元指数得到提振。欧元区通胀问题得到缓解，同时经济衰退迹象减轻，市场对欧洲央行加息预期也有所回落。往后看，当前市场普遍预计7月FOMC会议为年内最后一次加息，从历史数据来看，暂停加息后美元及美债收益率普遍将承压下行，因此本次美元及美债收益率反弹空间或相对有限，未来大概率将返回下行区间，届时权益资产或再次得到提振。

国内经济延续弱复苏，去库阶段或迎来拐点。二季度，我国GDP增速为6.3%，低于市场预期，表明经济处于一个弱复苏的阶段。综合来看，工业生产和消费零售分别由基建和节假日的带动下持续修复，为经济发展做出主要贡献；而楼市则延续此前的低景气，商品房销售面积同比大幅下跌，居民购房需求疲软，拖累整体经济复苏。从就业角度出发，就业形势于上月并无显著改善，青年失业率再创新高，结构性失业问题显著、金融数据方面，居民贷款的超预期增长，推动了整体信贷的亮眼表现。本月政治局会议释放积极信号，宏观政策调控力度或将加大。会议提出“加大宏观政策调控力度”，同时会议也新增强调“用好政策空间、找准发力方向”以及“加强逆周期调节和政策储备”，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前明显加强，释放更为明确的“稳增长”政策信号，给后续留下一定政策发力的想象空间。

## 正文目录

一、国外宏观经济回顾展望 .....	4
(一) 美国：经济火热，加息或止 .....	4
(二) 欧元区：通胀回落，经济回暖 .....	7
(三) 日本：贸易走强，宽松不改 .....	8
(四) 外汇技术分析 .....	9
二、国内宏观经济回顾展望 .....	11
(一) 经济增长不及预期，二三产为主要支撑项 .....	11
(二) 经济边际继续放缓，内需疲弱急需解决 .....	13
(三) 地产承压，降息举措效果仍有待观察 .....	15
1. 基建小幅回落，政策进入平稳期 .....	16
2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主 .....	17
3. 地产疲弱，多数指标延续下滑 .....	19
(四) 高基数叠加节日效应褪去，社消增速回落显著 .....	20
(五) 全球景气度回落不改，内外需均显疲弱 .....	23
1. 量价齐跌现象显著，出口回落远超预期 .....	23
2. 政策逐步落实后，进口需求有望改善 .....	26
(六) 通胀水平弱于预期，需求恢复压力尚存 .....	27
1. 猪油价格齐降，拉动通胀下行 .....	27
2. 去库存周期或进尾声，生产端仍有调整压力 .....	30
三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性 .....	34
(一) 财政政策：“准财政”工具或加码 .....	34
(二) 货币政策：重点关注物价和房地产两大风险 .....	35
免责声明 .....	40

图表目录

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下 .....	4
图 2 美国通胀水平持续稳步下行 .....	5
图 3 美国就业市场有所降温 .....	5
图 4 软着陆预期升高，投资者风险偏好回升 .....	5
图 5 加息预期回升，国债收益率高位震荡 .....	6
图 6 美元指数承压回落，黄金价格得到提振 .....	6
图 7 欧元区商业活跃度下降 .....	7
图 8 欧元区通胀水平稳步回落 .....	7
图 9 整体 PMI 再次走弱 .....	8
图 10 日本 CPI 重回增长区间 .....	9
图 11 日本贸易额转正 .....	9
图 12 美元指数走势图 .....	10
图 13 欧元兑美元合约走势 .....	10
图 14 GDP 累计同比与当季同比 .....	11
图 15 三大产业对 GDP 拉动 .....	11
图 16 服务业生产指数 .....	12
图 17 制造业 PMI .....	14
图 18 服务业 PMI 回落显著 .....	14
图 19 制造业 PMI 细分项对比 .....	15
图 20 正处于主动去库存转向被动去库存过程中 .....	15
图 21 固投表现偏弱 .....	16
图 22 基建投资细分项 .....	17
图 23 财政收支同比增速 .....	17
图 24 制造业投资细分项 .....	18
图 25 新增企业短中长贷款 .....	18
图 26 地产新开工、竣工和施工当月同比 .....	19
图 27 成交土地溢价率：当周值 .....	19
图 28 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比） .....	20
图 29 新增居民短中长期贷款 .....	20
图 30 社会消费品零售总额增速 .....	21
图 31 社零总额分项：当月同比 .....	21
图 32 居民收入持续回升 .....	22
图 33 城镇调查失业率 .....	23
图 34 我国出口同比增速（%） .....	24
图 35 CRB 现货指数 .....	24
图 36 我国对主要经济体出口增速（%） .....	25
图 37 进出口数量指数（HS2） .....	26
图 38 主要进口商品金额同比增速（%） .....	27
图 39 核心物价低位运行 .....	27
图 40 CPI 环比下降 .....	28

图 41 食品价格大多回落 .....	28
图 42 猪肉存栏量（万头） .....	29
图 43 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数） .....	29
图 44 原油价格下行趋势不改 .....	30
图 45 PPI 同比降幅进一步扩大 .....	31
图 46 我国主要钢材库存 .....	31
图 47 成本压力下降 .....	32
图 48 PPI 分行业环比 .....	32
图 49 生产、生活资料负剪刀差持续扩大 .....	32
图 50 CPI、PPI 剪刀差延续回升 .....	33
图 51 公共财政收入同比增速（%） .....	35
图 52 地方财政收入同比增速（%） .....	35
图 53 社会融资规模存量增速 .....	36
图 54 社会融资规模分项 .....	36
图 55 新增人民币贷款当月值（亿元） .....	37
图 56 新增人民币贷款中长期贷款（亿元） .....	37
图 57 企业端短中长贷款当月值（亿元） .....	37
图 58 居民端短中长贷款当月值（亿元） .....	38
图 59 居民消费动能有待释放 .....	39
图 60 新增人民币存款分项（亿元） .....	39

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

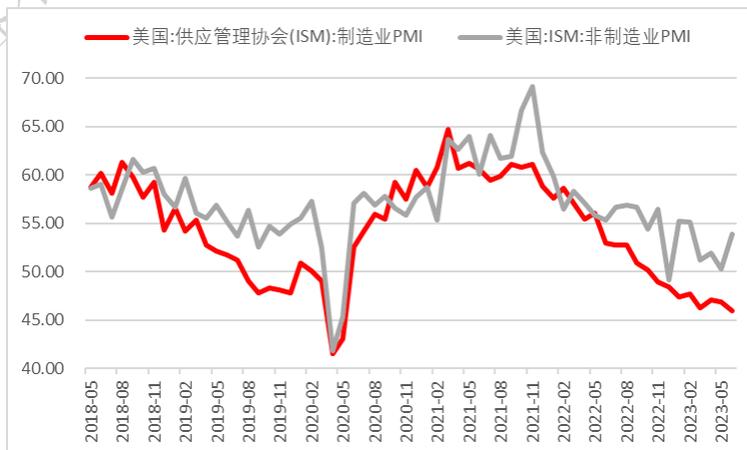
## 一、国外宏观经济回顾展望

### (一) 美国：经济火热，加息或止

#### 经济数据回顾：

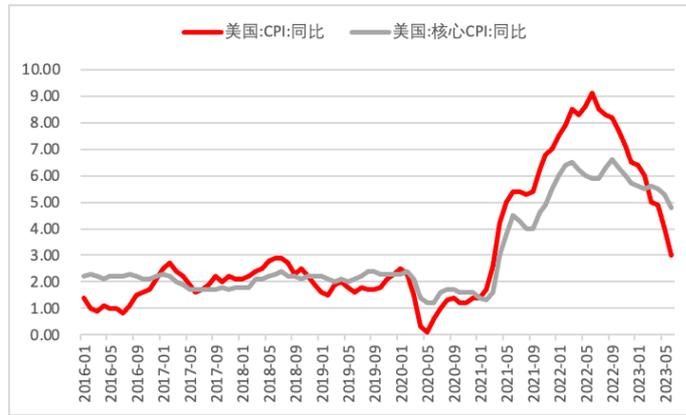
经济数据方面，美国 6 月制造业 PMI 录得 46，较前值 46.9 小幅回调，服务业 PMI 录得 53.9，较前值 51.9 显著上涨，整体商业活跃度在 6 月相对回暖。通胀数据方面，美国 6 月 CPI 同比上涨 3%，低于前值的 4% 和预期的 3.1%，同时已连续回落 12 个月；6 月 CPI 环比上涨 0.2%，略低于预期的 0.3% 但高于前值的 0.1%。核心 CPI 同比上涨 4.8%，低于预期的 5.0% 及前值的 5.3%；6 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，同样低于预期的 0.3% 及前值 0.4%。在高基数的影响下，整体 CPI 数据同比涨幅在 6 月超预期显著回落，同时核心通胀环比增幅在本月也逐渐走弱，通胀水平稳步下降使市场对美联储后继加息的预期有所下调。美美国 6 月新增非农就业人数录得 20.9 万人，低于预期的 22.5 万人及前值的 30.6 万人。部分行业新增就业人数转弱趋势走强，采矿业、零售业、批发业、运输仓储业和公共事业新增就业人数为负，新增就业人数出现负增长的行业数量较上月有所增加。失业率在 6 月录得 3.6%，较前值 3.7% 小幅回落并与预期持平，6 月劳动参与率录得 62.6%，与前值持平。劳动力市场需求方面，5 月 JOLTS 职位空缺数录得 982.4 万人，不仅较前值 1010.3 万人有所下降，且低于市场预期的 993.5 万人。薪资增速方面，6 月平均时薪同比增速录得 4.4%，较前值 4.3% 小幅上涨，且高于预期的 4.2%；薪资增速环比增长 0.4%，虽与前值持平但高于预期的 0.3%。

图 1 美国制造业 PMI 指数仍处于荣枯线之下



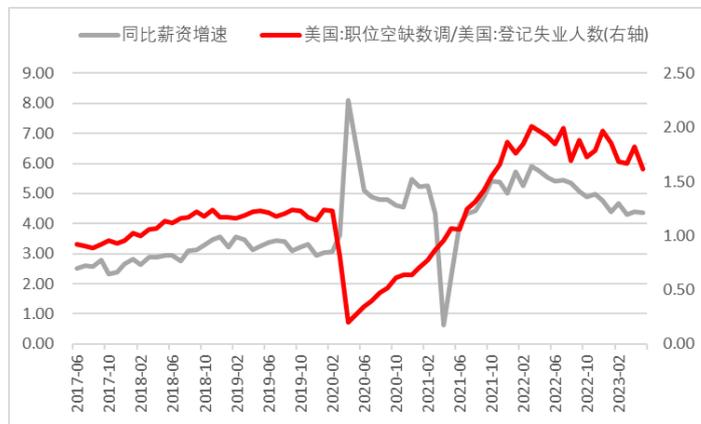
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国通胀水平持续稳步下行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

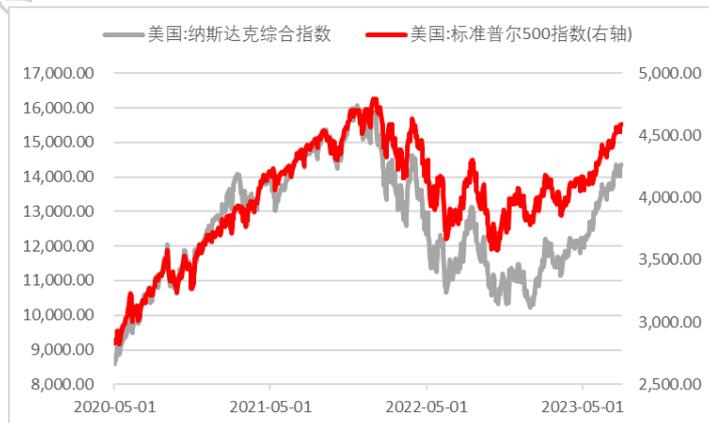
图 3 美国就业市场有所降温



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

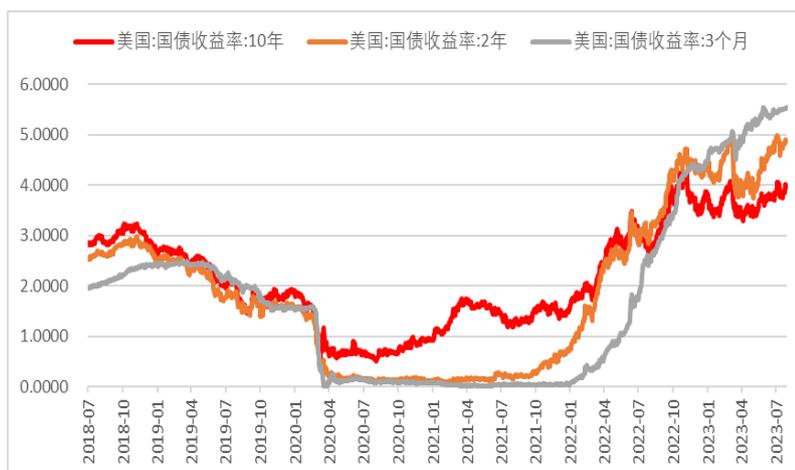
资产走势回顾:

图 4 软着陆预期升高, 投资者风险偏好回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 5 加息预期回升，国债收益率高位震荡



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 美元指数承压回落，黄金价格得到提振



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 8 月展望及重点关注事件：

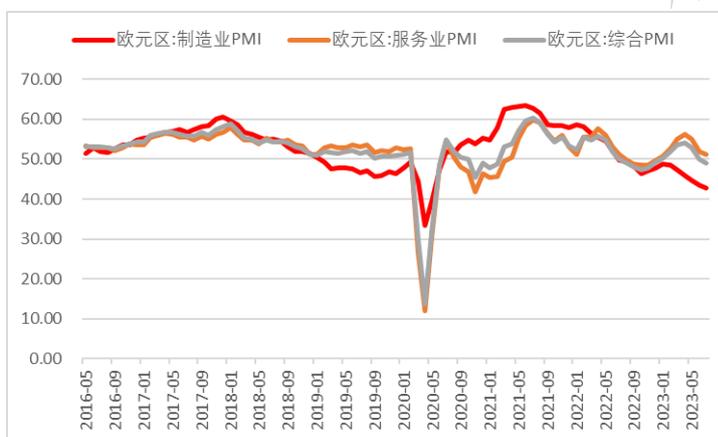
往后看，当前市场普遍预计 7 月会议为年内最后一次加息，从历史数据来看，暂停加息后美元及美债收益率普遍将承压下行，因此本次美元及美债收益率反弹空间或相对有限，未来大概率将返回下行区间。然而当前美国经济仍旧火热，软着陆预期大幅上升，市场风险偏好随之得到提振，美国三大股指皆维持上涨趋势。综上所述，未来长端国债收益率承压的情况下整体权益资产上涨空间尚存，但风险偏好回升或进一步压低贵金属投资需求。

## (二) 欧元区：通胀回落，经济回暖

### 经济数据回顾：

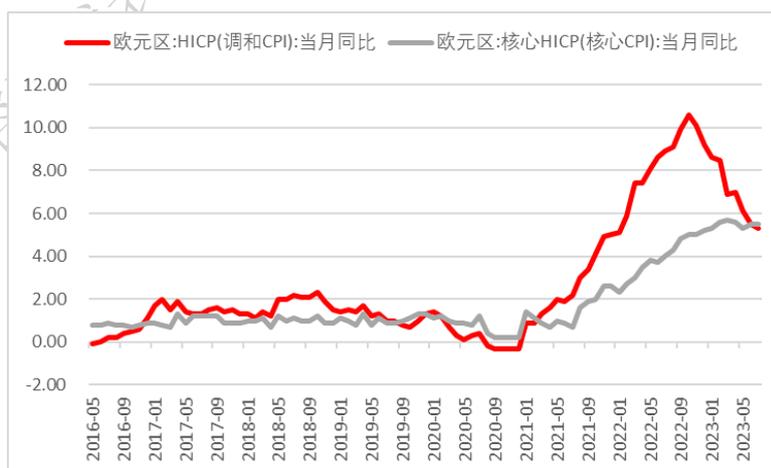
PMI 数据方面，7 月欧元区制造业 PMI 录得 42.7，较前值 43.4 再次回落；服务业 PMI 录得 51.1，较前值 52 有所回落，综合 PMI 则录得 48.9，同样较值的 49.9 有所降温，整体 PMI 指数的回落反映欧洲整体经济活跃度有所下降。通胀方面，欧元区 6 月调和 CPI 同比上涨 5.5%，低于前值 6.1%。6 月核心调和 CPI 录得 5.5%，较前值 5.3% 小幅回升。通胀水平在商品需求及能源价格下降的引导下持续回落，同时当前全球经济放缓，服务业需求随之回落，未来欧元区通胀水平在失去服务业支撑后或快速回落。

图 7 欧元区商业活跃度下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 欧元区通胀水平稳步回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 8 月展望及重点关注事件：

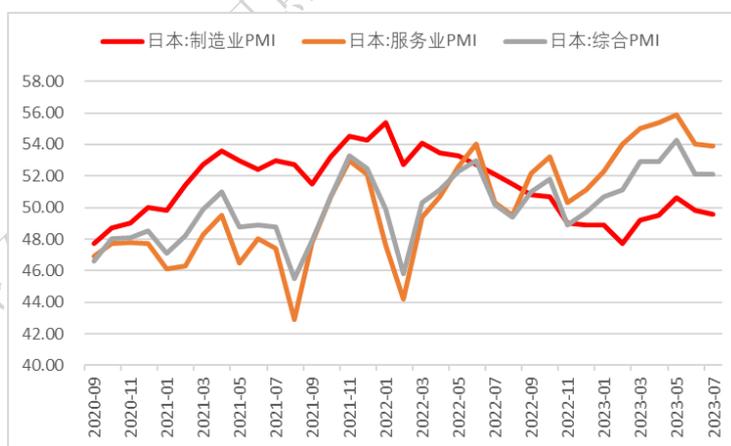
7月欧洲央行如期加息25基点，欧元区整体通胀水平虽稳步下行，但核心通胀并未得到显著改善。即便9月欧洲央行有暂停加息的可能，年内欧洲央行或于公开演讲中持续放鹰。欧元区主要经济体二季度GDP优于预期或使市场对欧元区整体经济衰退担忧有所减轻，未来欧元在欧美利差缩小及经济预期提升的影响下或持续走强。

### （三）日本：贸易走强，宽松不改

#### 经济数据回顾：

日本7月制造业PMI录得49.8，较前值50.6有所回落；服务业PMI指数录得53.9，较前值54小幅回落，而综合PMI则录得52.1，与前值持平，日本整体经济活跃度在本月打破了先前的恢复趋势，同时制造业PMI重新回落或暗示未来经济增速将再次放缓。通胀数据方面，日本CPI及核心CPI同比增幅在6月均录得3.3%，较前值3.2%均有所上涨，整体通胀水平重拾上涨趋势。日本6月商品贸易顺差录得430.48亿日元，较前值的逆差2.38万亿日元大幅回落，结束了持续22个月的贸易逆差。

图9 整体PMI再次走弱



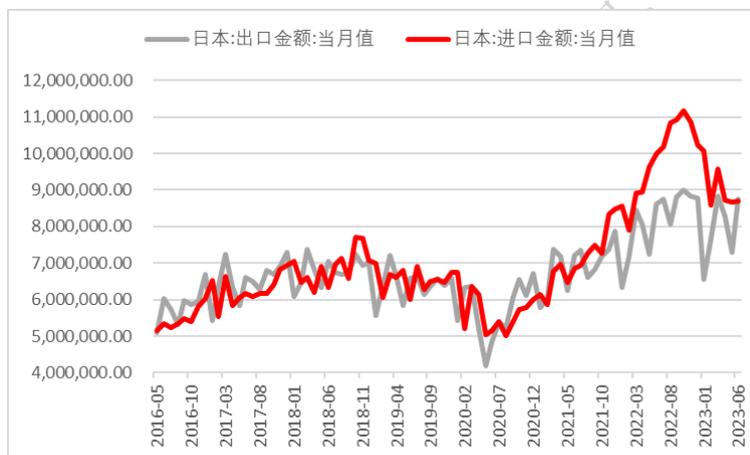
数据来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 日本 CPI 重回增长区间



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 日本贸易额转正



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### 8 月展望及重点关注事件:

日本央行在 7 月再度向市场重申将不取消修改收益率曲线控制政策, 同时将提高 10 年期国债收益率上限至 1%。往后看, 日本通胀水平或持续缓慢上升, 然而贸易差额以及国债收益率曲线的改善或将有助于日元维稳, 8 月日元走势或多以震荡为主。

#### (四) 外汇技术分析

**美元指数:** 近期美国经济数据走强, 但年内市场对美联储再次加息预期仍维持于低位。若美国经济数据未与美联储目标发生显著背离, 年内美国停止加息后隐含利率曲线或逐渐下调, 从历史数据来看, 美元指数在美联储停止加息后整体走势易跌难涨, 美元指数上行压

力位或落于 103.3 水平附近。

图 12 美元指数走势图



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

**欧元兑美元:** 近期市场对美国经济衰退预期增强, 避险情绪回升, 美元得到一定提振, 当前欧元兑美元 6 月合约触及 1.1129 高点回落。然而从中长期来看, 美国政策拐点临近, 欧洲央行为抑制通胀或持续加息, 欧美利差缩小且欧元区经济意外走强与美国经济形成反差, 整体利多欧元, 建议逢低买入欧元。投资者可以 12 日 EMA 均线作为支撑位建仓。

图 13 欧元兑美元合约走势



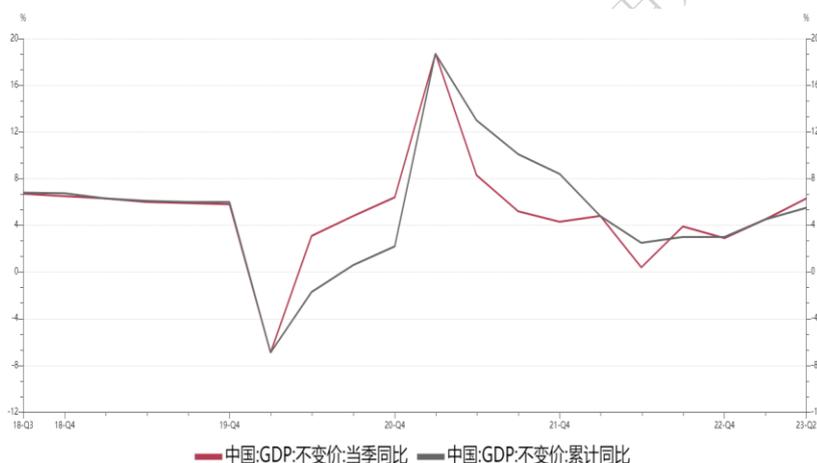
数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 二、国内宏观经济回顾展望

### (一) 经济增长不及预期，二三产为主要支撑项

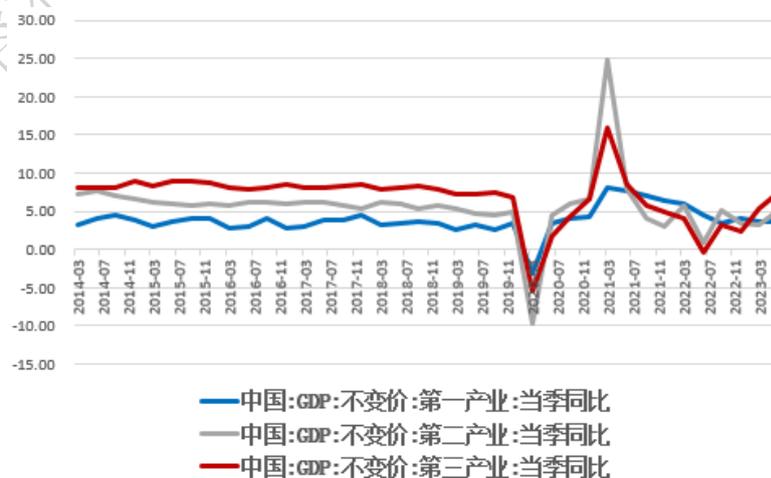
受疫情防控措施持续优化，消费场景限制逐步解除，生活生产秩序稳步恢复，促内需政策持续显效等一系列因素带动，一季度 GDP 实现开门红。而二季度 GDP 同比实际增长 6.3%，剔除低基数效应后，实际经济增速为 3.3%，较一季度少增 1.3 个百分点，低于市场预期，反映出市场需求不足、经济发展动能还需加强等问题。二季度经济没有延续一季度的高增长，或开启“高开低走”的走势，外需走弱、楼市转冷、疫后报复性消费热潮退去后导致实际修复力度远不及一季度。

图 14 GDP 累计同比与当季同比



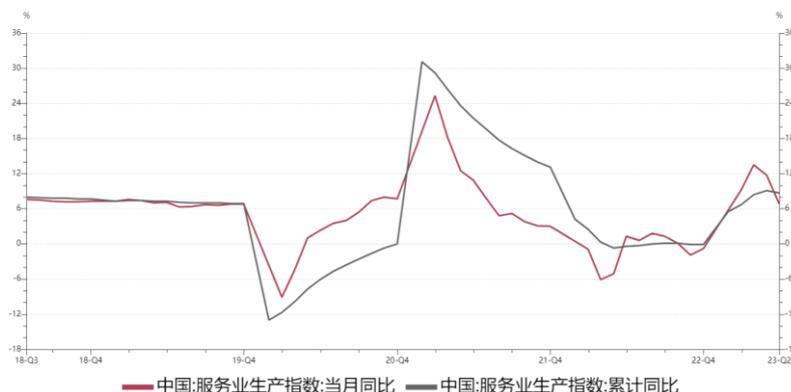
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 15 三大产业对 GDP 拉动



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 16 服务业生产指数



资料来源：wind，瑞达期货研究院

具体从需求端三驾马车来看：消费端受端午及 618 节日效应拉动有所改善，但内生动能不足抑制消费维持在弱修复状态；固定投资总体延续环比扩张，其中，基建投资表现亮眼、制造业投资回暖但结构分化、房地产投资跌幅缩窄但仍维持低位运行；全球经济衰退带动外需疲软导致出口增速显著下滑。总的来说，二季度消费、投资和出口等经济指标增速动能减弱，预计 2023 年三季度经济增速将继续承压。

7 月份中央政治局会议延续 2022 年 12 月中央经济工作会议和 2023 年 4 月政治局会议的“稳中求进”的经济工作总基调。对于当前经济形势，本次会议肯定了上半年经济恢复向好态势，但相比于 4 月份政治局会议提出的“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期”，在国内需求不足的基础上，对当前存在问题的描述明显增多。从今年以来的经济节奏来看，一季度经济增速得益于疫情期间以及春节假期集中释放的消费需求，整体呈现稳健复苏态势，二季度经济复苏的内生动能转弱，进入复杂回升态势，至 6 月份已出现企稳迹象。

应对当前的经济压力，政治局会议释放积极信号，宏观政策调控力度或将加大。会议为下半年的宏观政策奠定基调，提出“加大宏观政策调控力度”，同时会议也新增强调“用好政策空间、找准发力方向”以及“加强逆周期调节和政策储备”，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求较此前明显加强，释放更为明确的“稳增长”政策信号，给后续留下一定政策发力的想象空间。但整体取向延续前期基调，并未提及具体的增量政策，出台大规模刺激政策的可能性较小。

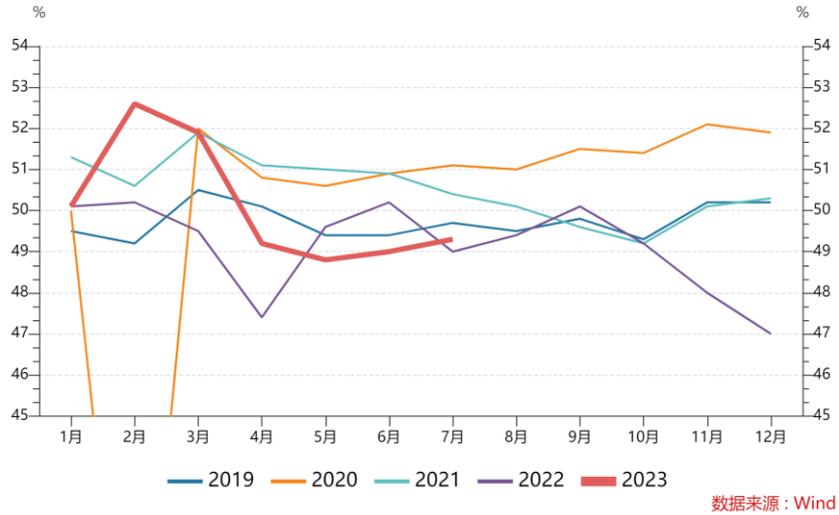
## （二）经济边际继续放缓，内需疲弱急需解决

内外需表现不佳，制造业景气度回落。7月份，制造业 PMI 指数为 49.3%，较上月小幅回升 0.3 个百分点，略超季节性，制造业淡季边际修复。其中，新订单较上月小幅回升 0.9% 至 49.5%，为本月 PMI 指数回升的主要推手，贡献 0.27 个百分点。考虑到出口订单回落，新订单指数的上行或表明内需加速回暖。而受高温多雨天气影响，生产端增速放缓，生产指数小幅回落 0.1 个百分点至 50.2%。从进出口角度分析，海外发达经济体衰退预期升温，导致外需继续承压，新出口订单指数和进口指数继续下降。具体来看，7 月份新出口订单指数和进口指数分别为 46.3% 和 46.8%，分别较前值回落 0.1 和 0.2 个百分点，均连续 4 个月位于荣枯线之下，但降幅有所缩窄。企业信心有所恢复，生产经营活动预期回升 1.7 个百分点至 55.1%，但终端需求仍有待加强，超 60% 企业仍存在需求不足的问题。

服务业延续回落，但仍在扩张区间。7 月份，非制造业 PMI 较上月回落 1.7 个百分点至 51.5%，不及市场预期，表明服务业处于弱恢复状态，增速有所放缓。在暑期消费带动下，居民休闲消费和旅游出行相关行业有所增加，支撑整体非制造业。随着《关于恢复和扩大消费的措施》近日发布，围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等六大方面，政府共提出 20 条政策举措。后续居民需求端有望进一步改善。

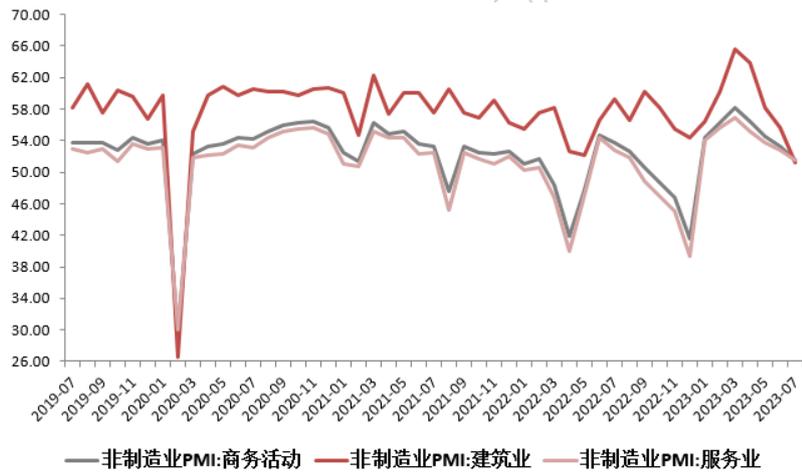
目前来看，我国经济复苏放缓，制造业 PMI 大概率将低位震荡。从历史数据分析，PMI 持续位于荣枯线以下的时间段分别有 2015 年 8 月-2016 年 2 月（最低 49.0%）和 2019 年 5 月-10 月（最低 49.3%）；其中 2015 年 11 月原材料购进价格最低下探至 41.1%，与当前时期比较类似。2015 年下半年，在 PMI 和原材料购进价格同时处于低位时，出台了《财政支持稳增长的政策措施》以及地产限购限贷的松绑。预计未来政策或向需求侧倾斜。

图 17 制造业 PMI



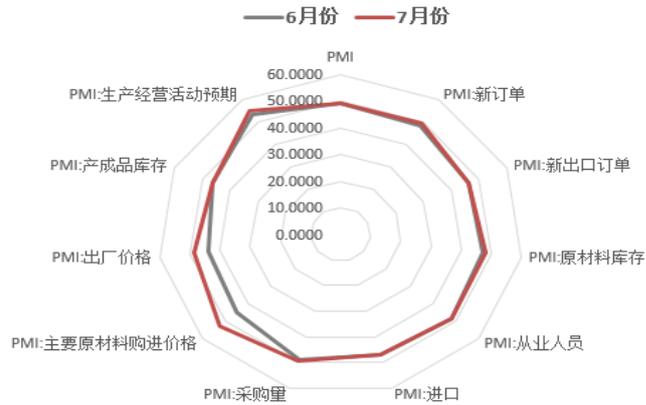
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 服务业 PMI 回落显著



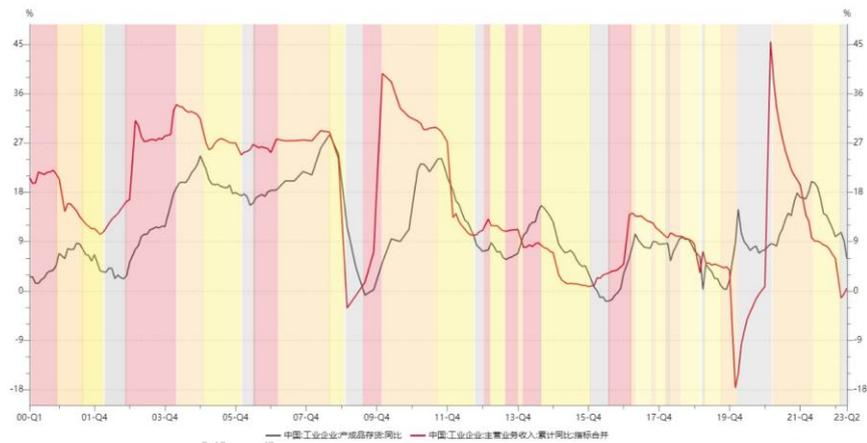
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 制造业 PMI 细分项对比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 20 正处于主动去库存转向被动去库存过程中



数据来源：Wind，瑞达研究院

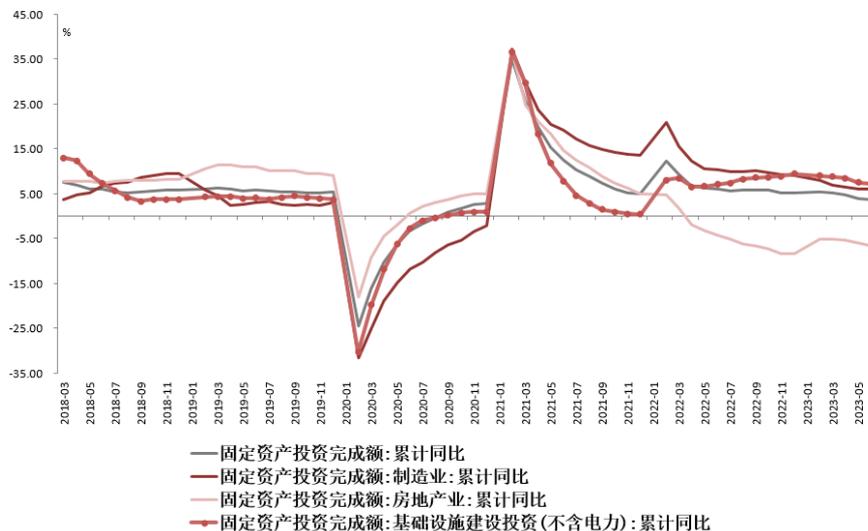
注：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

### （三）地产承压，降息举措效果仍有待观察

**固投表现表现偏弱。**1-6月我国固定资产投资同比增长3.8%，较上月回落0.2个百分点，基本符合预期。6月固定资产投资主要分项中，地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-20.6%、6.0%和12.3%（5月分别为-21.5%、5.1%和10.8%），主要拖累项仍为地产投资，而基建投资则延续此前高增长趋势、维持在高位。其中，民间投资累计同比下降0.2%，虽较上月降幅小幅改善，但比起疫情前水平，仍有一段距离，企业信心较为不足，市场缺

乏活力。

图 21 固投表现偏弱



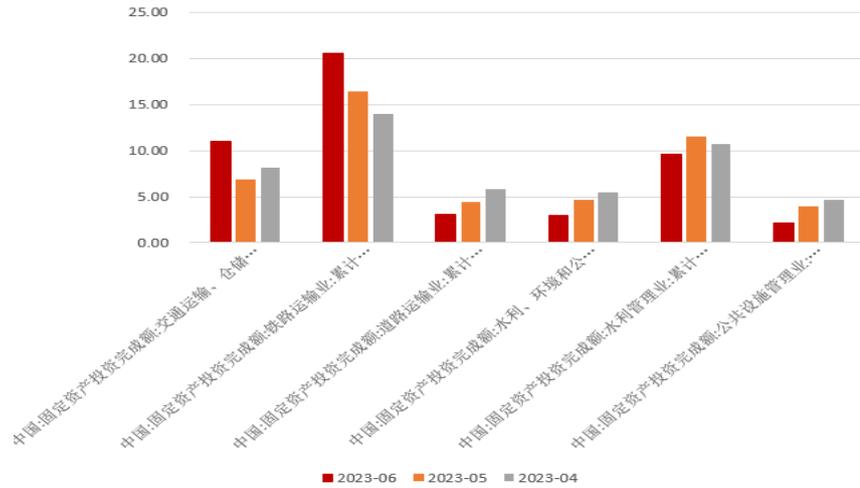
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 1. 基建小幅回落, 政策进入平稳期

上半年基建投资增长 7.2%, 较前值小幅回落 0.3%, 但总体表现较为稳定。**铁路运输业**延续此前较快增长的态势, 维持两位数增长, 为主要贡献项。今年以来, 各级政府主要围绕“十四五”规划纲要确定的重大工程, 以联网、补网、强链为重点, 突出补短板、强弱项、重配套, 推动一批重点项目建设取得新进展。

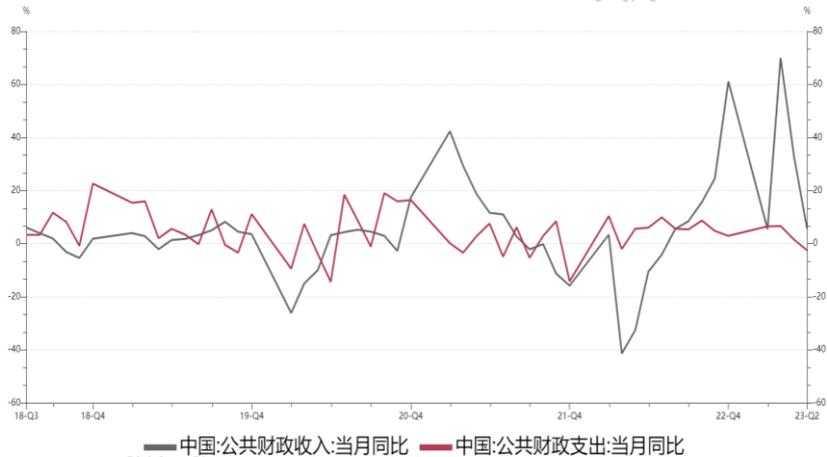
目前来看, 经济复苏道路上依旧有较多不确定性, 同时政策节奏已缓缓放慢, 后续基建增幅或收敛。但基建作为传统重要抓手, 对经济复苏的意义重大, 是三大投资领域中最重要的一环, 后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设, 缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 22 基建投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 23 财政收支同比增速

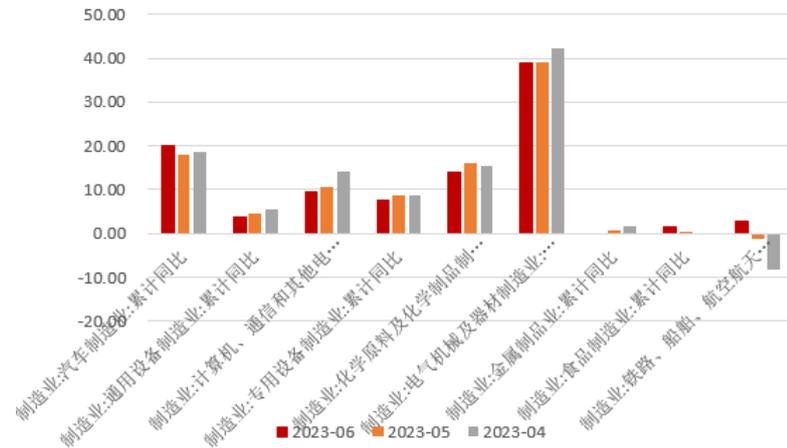


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

## 2. 制造业依旧是以电气机械及器材和汽车制造业为主

本月制造业投资增长 6.0%，较上月回落 0.4%，受市场需求不足和一季度快速恢复形成的高基数影响，制造业投资小幅回落，制造业 PMI 继续位于临界点之下，或进一步投资需求。

图 24 制造业投资细分项



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

企业贷款中仍是中长期贷款作为支撑，但支撑力度减弱，初步展现了信贷需求走弱的迹象，短期贷款则大幅回升，融资需求在政策提振下正逐渐恢复活力。此外，央行6月份的降息举措为信贷成本打开了下行空间，叠加部分银行陆续开启储备项目等，都将共振推动企业中长贷的增长。但考虑到经济复苏斜率仍较为缓慢，内需不足，企业主动融资扩产意愿不强，后续或需要更多增量政策刺激。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资依旧关键。随着海外经济体逐渐步入衰退，叠加内需不足，制造业投资依旧面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一定时间传导，从而促进经济复苏。今年以来，二十大报告后多次提出高质量发展这一目标，后续或出台更多相关政策，进一步推动高技术制造发展。

图 25 新增企业短中长贷款

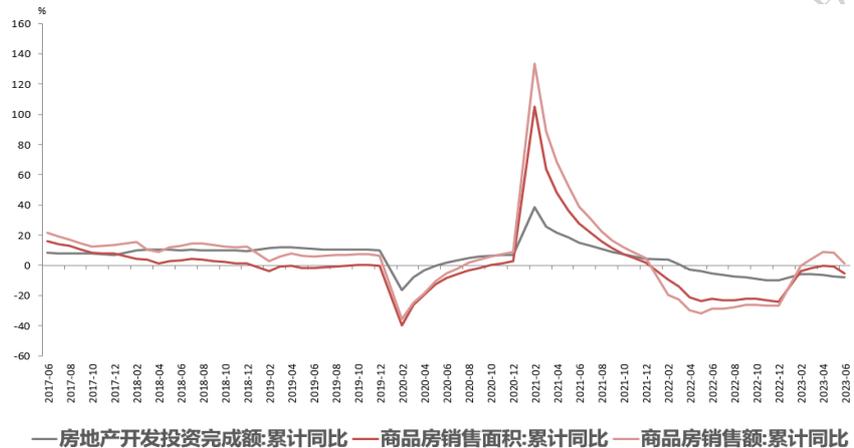


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

### 3. 地产疲弱，多数指标延续下滑

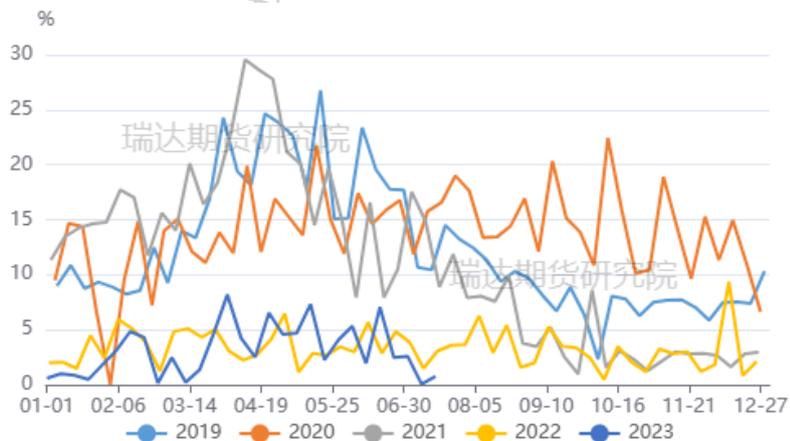
6月房地产开发投资同比降幅从5月的10.5%收窄至10.3%，但销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。具体来看，房地产新开工、施工和竣工面积累计同比增速延续下滑走势，分别为-24.3%、-6.6%和19.0%，前值分别为-22.6%、-6.2%和19.6%。而从需求端来看，5月商品房销售面积累计同比降幅进一步下行4.4个百分点至-5.3%，房地产景气度转冷，市场对其信心不足，地产始终承压。

图 26 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 27 成交土地溢价率：当周值



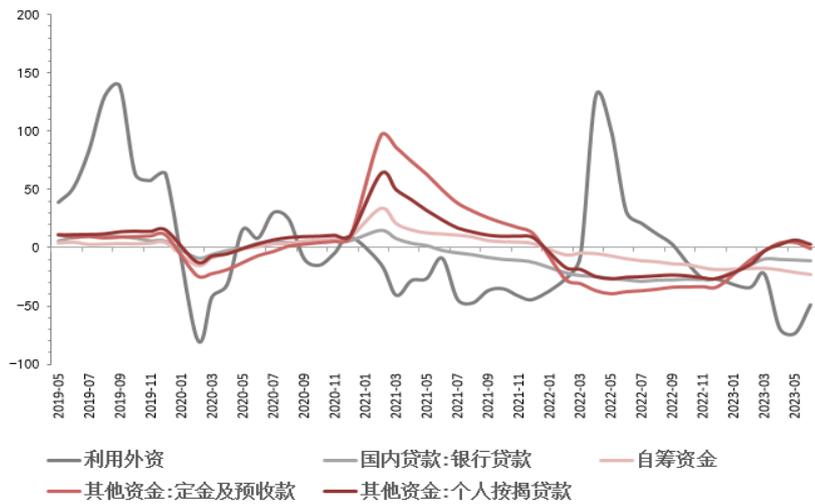
资料来源：wind，瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。6月份个人按揭贷款同比上涨2.7%，回落3.8个百分点，销售回款能力恶化，且自筹资金同比仍在-23.4%的低位徘徊。

从信贷来看，居民部门融资需求较5月大幅回暖，但中长贷仍处于低位运行，维持

“去杠杆”，同时指向低迷的房地产行业为需求端复苏动力弱的主要拖累。

图 28 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）



资料来源：wind，瑞达期货研究院

总体来看，6 月份房地产投资市场景气度再度回落。从金融数据来看，本月居民端贷款维持“降杠杆”，说明居民消费端以及收入端依旧承压。目前我国地产政策还不足以稳定房地产景气度，仍缺少一些增量刺激政策，房地产行业压力仍然较大。

图 29 新增居民短中长期贷款



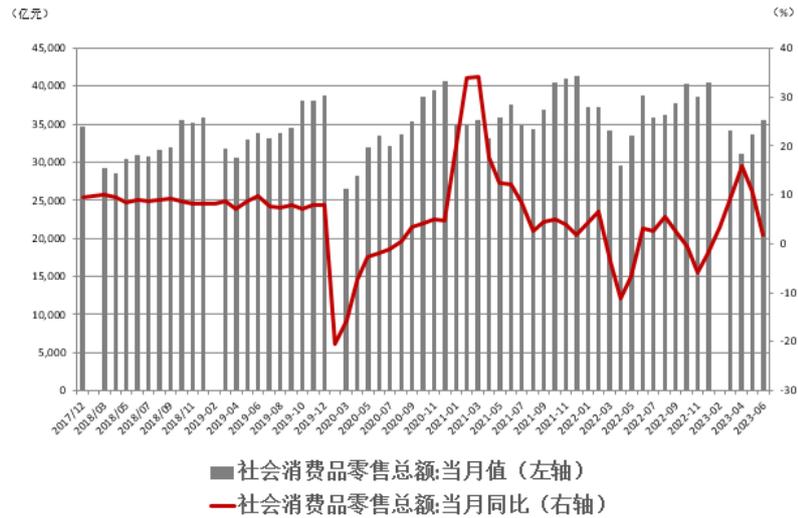
资料来源：wind，瑞达期货研究院

#### （四）高基数叠加节日效应褪去，社消增速回落显著

6 月，社会消费品零售总额 39951 亿元，同比增长 3.1%，在高基数等因素影响，社零较 5 月大幅下跌 9.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 35426 亿元，增长 3.6%。2023 年 1-6 月，社会消费品零售总额 227588 亿元，同比增长 8.2%。随着疫情时代离去、经济走

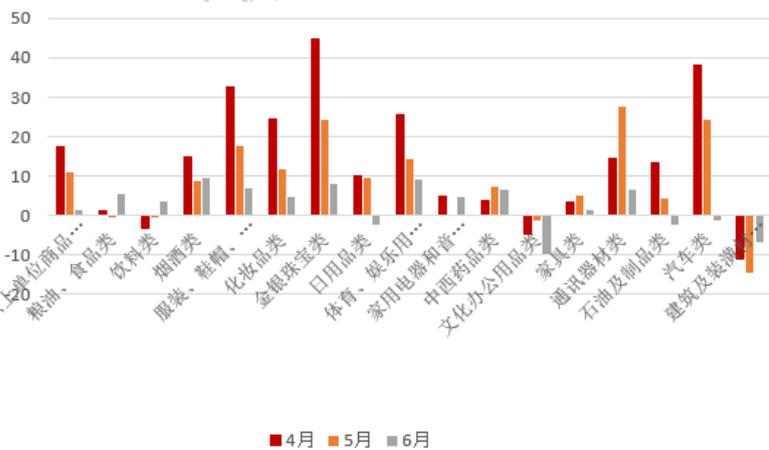
向常态，消费场景迎来结构性恢复，促消费，稳增长，尤其服务型消费在线下场景下明显改善。展望后市，随着更多高效有力的提振政策提上日程，消费端或将持续企稳上升，消费对经济增长将提供重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度支持。

图 30 社会消费品零售总额增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 31 社零总额分项：当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

具体来看，以餐饮为代表的接触型消费持续回暖，6 月份全国餐饮收入同比增长 16.1%，指向消费意愿提升，疫情影响正逐渐减弱。随着各地促消费政策发力、消费场景的拓展，居民出行意愿强烈，文旅相关服务消费增速提升。本月电影票房 41 亿元，同比增长一倍。据文化和旅游部披露，端午假期国内旅游出游 1.06 亿人次，实现国内旅游收入 373.1 亿

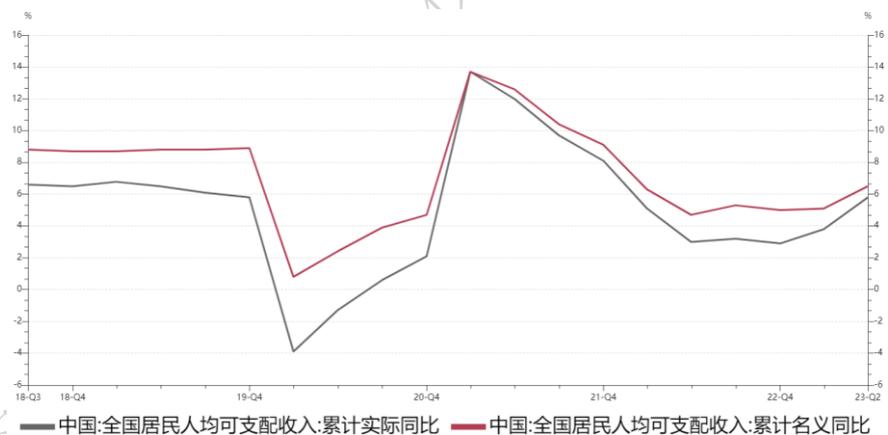
元，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 112.8%、94.9%，较五一假期有所回落。

同时，商品类消费在本月同样延续增长进程，较接触型消费增幅略小。6 月份，商品零售额同比增长 1.7%，增速较上个月回落 8.8 个百分点。从商品类别看，限额以上单位七成以上商品类值零售额保持正增长，其中，穿类如纺织鞋帽以及部分升级类商品零售增势良好，例如金银珠宝类分别同比增长 6.9%和 7.8%。受地产低景气拖累，地产后周期消费品如建筑装潢，增速一直维持在负值区间。

从收入来看，我国居民收入平稳增长。上半年，全国居民人均可支配收入 19672 元，同比名义增长 6.5%，比一季度加快 1.4 个百分点；扣除价格因素实际增长 5.8%，加快 2.0 个百分点。居民收入整体呈现上升趋势，反应出各行业表现较为活跃，市场稳增长、促消费政策措施落实到位，为接下来的消费、投资持续发力奠定基础。

总的来说，6 月份消费市场整体呈现弱恢复态势。但需要注意的是，居民消费能力以及信息仍有提升空间，地产行业持续低迷，市场内伤动力不足是最大问题。下阶段，消费复苏的核心驱动因素将转为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高。

图 32 居民收入持续回升



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

从就业角度出发，就业形势与上月相比无显著改善，青年失业率仍为核心拖累项处在高位。6月份全国城镇调查失业率为5.2%，比上月持平，其中16-24岁调查失业率连续七个月上升并在本月创新高，较上月攀升0.5个百分点至21.3%。随着2023届毕业生陆续进入就业市场，将更加剧年轻人就业压力。2023年中国经济复苏确定性较高，就业需求会增加，居民的就业和收入有望进一步改善，今年消费有望好于去年，特别是服务业持续好转，叠加稳就业政策显效。对于居民收入的分配以及青年人群的就业，扩大居民消费仍需政策进一步呵护。

图 33 城镇调查失业率



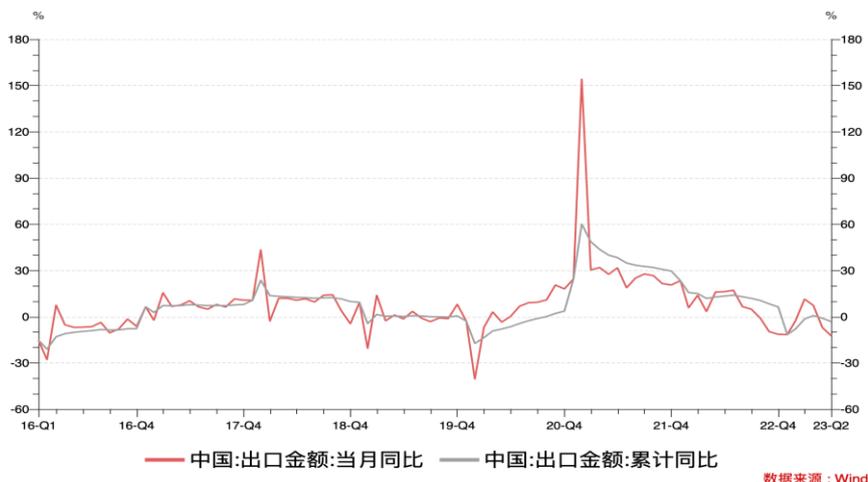
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

## (五) 全球景气度回落不改，内外需均显疲弱

### 1. 量价齐跌现象显著，出口回落远超预期

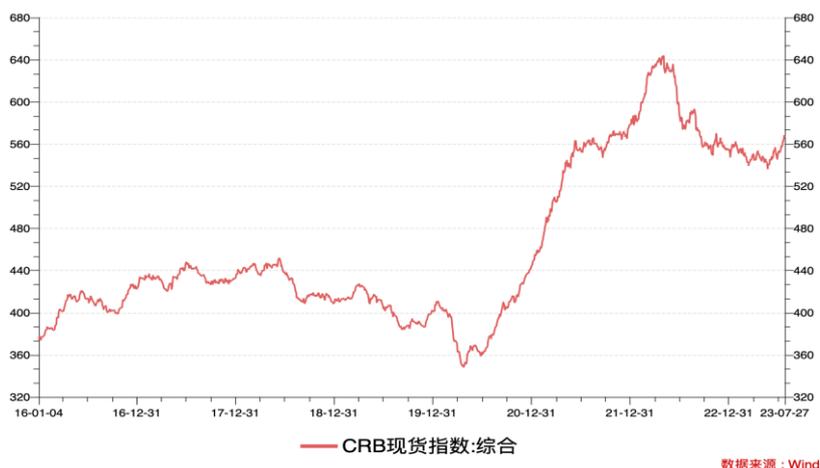
我国6月出口同比-12.4%，跌幅超市场预期，重返负增长。在我们看来，主要原因有两点：一是去年基数影响。2022年我国出口同比增速波动较大，在分析二季度出口数据时需要适当考虑其带来的影响。二是机电产品（除汽车以外）增速继续放缓。但汽车及其零配件保持较好。除此之外，2023年以来CRB商品指数总体呈震荡走弱的形式，对出口增速的支撑较弱，量价齐跌特征始终存在。

图 34 我国出口同比增速 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 35 CRB 现货指数

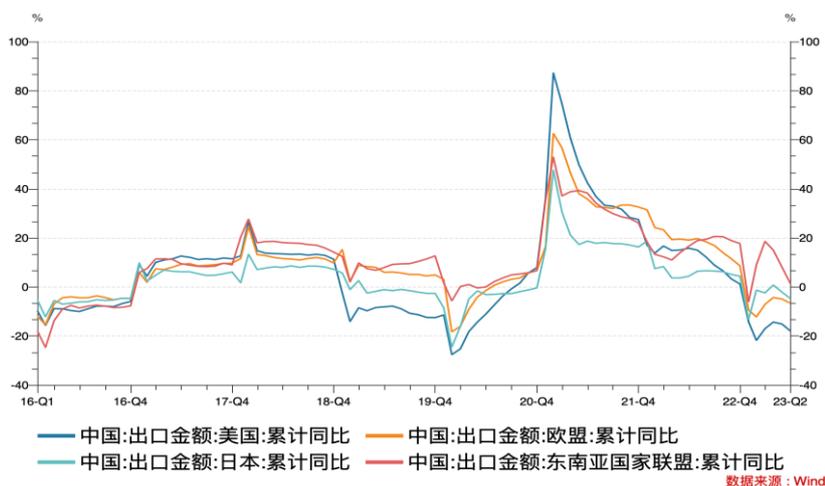


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，我国对东盟出口 2631.63 亿美元，增长 1.5%，较前值放缓 6.6 个百分点，仍维持正增长，对东盟贸易顺差 790 亿美元，为我国第一大贸易伙伴。欧盟为我国第二大贸易伙伴，对欧盟出口 2579.5 亿美元，下降 6.6 个百分点，降幅较前值扩大 1.7 个百分点。美国为第三大贸易伙伴，我国对美国出口下降 17.9 个百分点，降幅较前值扩大 2.8 个百分点，为我国出口主要拖累项。种种迹象表明，全球经济衰退预期正持续升温，各国需求端表现不佳，接下来随着各经济体“被动收紧”货币政策，我国外贸在三季度料持续承压，我国对各经济体出口增速或多数下调。近日，习近平主持召开中央全面深化改革委

员会第二次会议，审批通过了《关于建设更高水平开放型经济新体制促进构建新发展格局的意见》，会议强调建设更高水平开放型经济新体制需要我们开放促改革、促发展的战略举措，积极主动把我国对外开放提高到新水平。此外，人民币汇率仍处于低位运行，利于我国出口，但外需疲软叠加高基数效应，出口增速或将继续承压

图 36 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看，主要劳动密集型产品、机电产品及高新技术产品出口增速较上月继续放缓，汽车（包括底盘）仍作为主要支撑。2023 年 1-6 月，从出口数量看，部分主要出口产品增速有所回落，且上游商品及劳动密集型产品出口数量同比增速大多回落，但机电产品及中下游商品增速变化出现分化，这与基数及行业需求都有一定关系。其中，劳动密集型商品中，箱包及类似容器和鞋靴出口数量分别较 1-5 月下降 3.3 和 2.7 个百分点至 13.9%—3.5%；机电产品中手机和集成电路出口数量分别较 1-5 月回升 0.2 和 1.7 个百分点至 -13.5%、-10%，汽车（包括底盘）出口数量同比增速为 77.1%，仍在高处，既有低基数效应也有我国汽车制造的比较优势延续，尤其是新能源车发展势头较好有关。

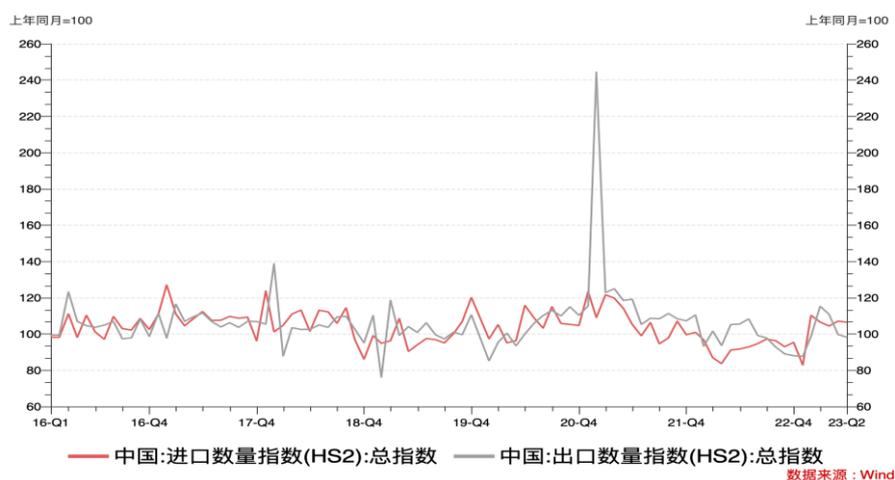
总的来看，在海外需求端回落叠加基数效应共同影响下，我国 6 月份出口大幅转弱，其中机电产品及劳动密集型产品拖累最为显著，多数产品量价齐跌的现象依然存在。接下来，由于去年 6 月基数依旧较高，出口增速料继续维持负增长，并且大概率维持一段时间的负区间运行。待“稳外贸 18 条”等政策落实后，或缓解一定压力。

## 2. 政策逐步落实后，进口需求有望改善

6 月份我国进口 2147 亿美元，同比下降 6.8%，比 5 月降幅扩大 2.3 个百分点。上半年粮食进口数量同比增速走高，但进口金额同比增长放缓，食用植物油进口金额增速上升。今年 1-6 月，我国粮食、食用植物油进口量分别增加了 4.5%和 139.0%，较 1-5 月分别上升了 2 和 9.5 个百分点，进口金额分别增加了 7 和 79.2 个百分点，增速分别较 1-5 月回落 0.9 和上升 2.4 个百分点。

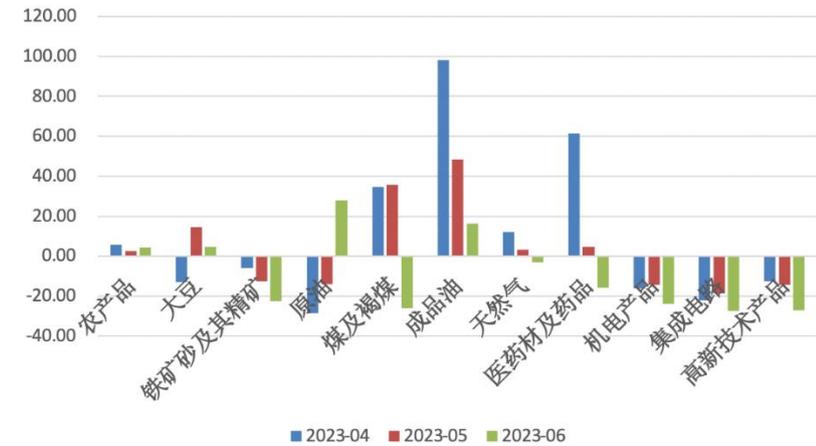
上游商品进口金额回落，铁矿砂及其精矿季节性走低，铜矿砂及其精矿进口下降。具体来看，1-6 月铁矿砂及其精矿、原油进口同比量升价减，铜矿砂及其精矿、煤及褐煤、天然气、成品油、稀土进口量价齐升，钢材、未锻轧铜及铜材进口量价同减。高温天气叠加地产高频数据走弱，钢材季节性回落，对铁矿石的需求疲软。1-6 月机电产品和高新技术产品进口金额同比分别下降 17.5%和 17%，降幅分别较 1-5 月继续收窄 1.7 和 1.3 个百分点。整体来看，国内需求依然较弱，但预计后续随着一揽子政策发力，国内经济有望保持韧性，进口表现或好于出口。

图 37 进出口数量指数 (HS2)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 38 主要进口商品金额同比增速 (%)



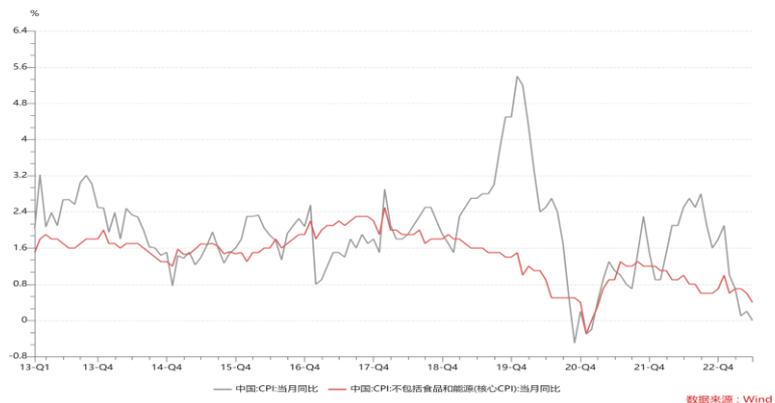
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

## (六) 通胀水平弱于预期，需求恢复压力尚存

### 1. 猪油价格齐降，拉动通胀下行

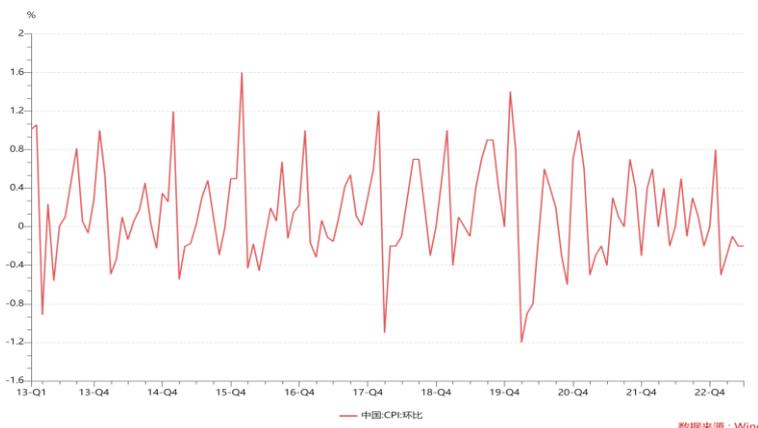
6月CPI环比下降0.2%，主要受季节性消费减弱以及消费市场供给充足因素影响，通胀水平继续降温。从剔除食品和能源后的核心CPI来看，同比上升0.4%，依旧低位运行，说明目前终端消费端通胀压力不大，但同时也显示终端需求修复较慢，扩内需依旧是接下来政策核心。随着后续政策落地生效，经济企稳复苏，国内需求对生产端的带动效应逐步增强，核心CPI或将能够扭转低位运行态势。

图 39 核心物价低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 40 CPI 环比下降

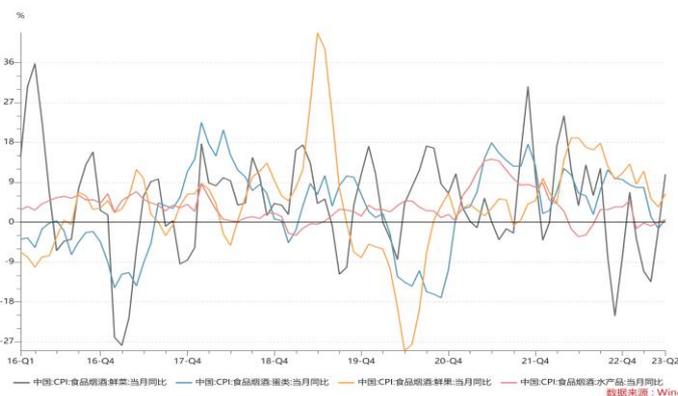


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，6月食品价格同比上涨2.3%，涨幅比上月回升1.3个百分点；环比下降0.5%，降幅比上月收窄0.2个百分点。

猪肉产能充足，猪价延续七个月的下滑趋势使其仍为食品类CPI的主要拖累项。6月份猪肉价格同比跌落至7.2%，降幅较上月扩大4个百分点；环比也下跌1.3%。散户认价出栏的意愿有所增加，出栏量增加，加上天气较热，市场对猪肉的消费表现不佳，也限制生猪的价格。从供应端来看，三季度仍是供应的高峰期，加上前期分割入库的冻品仍较多，也给市场一定的压力。同时，叠加去年的高基数，不利于猪价回涨。总体来看，整体生猪养殖行业延续亏损，猪价大概率将继续维持偏弱态势，但下跌的空间有限。预计年内中央将开启第二批猪肉储备收储工作，有望随着生猪产能调整，推动猪价企稳上升。

图 41 食品价格大多回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

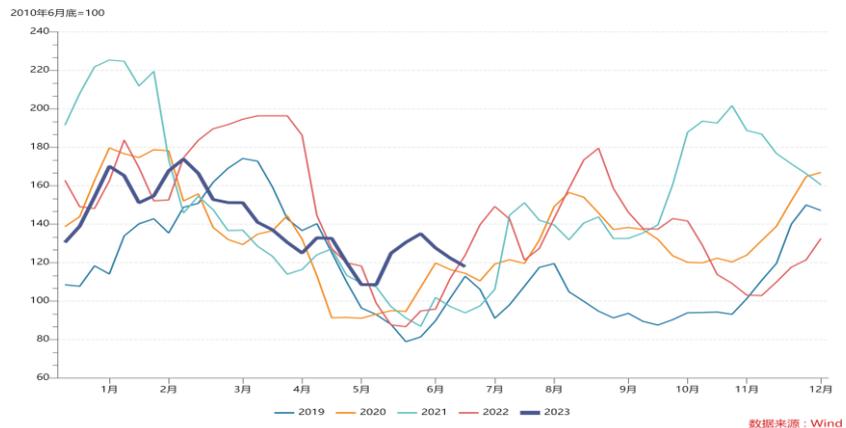
图 42 猪肉存栏量（万头）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

因受到高温多雨的天气影响，不利于鲜菜供应，鲜菜价格展现出逆季节表现，同比由下降 3.4% 转为上升 10.8%，拉动 CPI 上升约 0.2 个百分点。世界气象组织警告厄尔尼诺现象或将加剧极端天气，蔬菜价格的波动或将持续扩大、延续。而其他食品供过于求的现象仍未改善，鲜果蛋类等价格持续下降，整体食品价格受供需两端共同影响连续多月下行。接下来，食品需求或已落入下行区间，季节性的需求不足仍是主要因素。

图 43 蔬菜价格季节性表现（中国寿光指数）

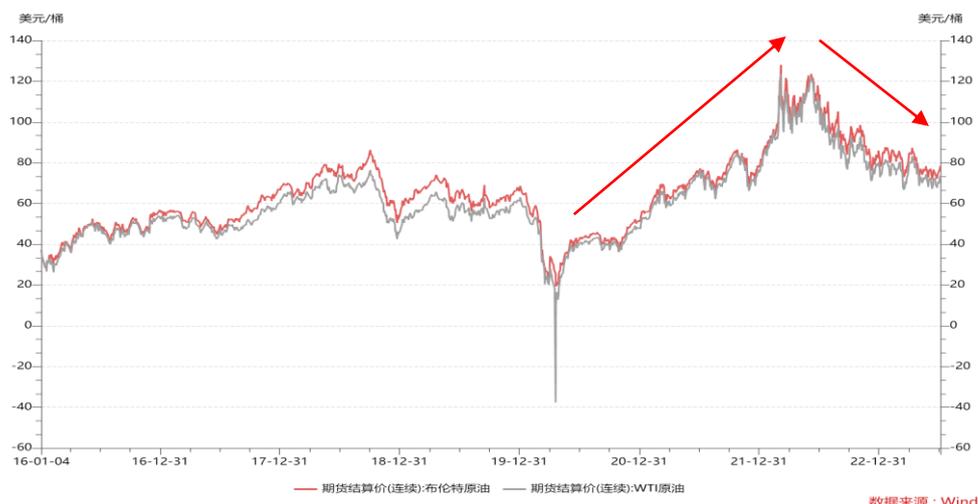


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，6月价格环比下降 0.1%，与上月持平；同比下降 0.6%，较上月回落 0.6 个百分点，由涨转跌，为 2021 年 3 月以来首次转负。其中，服务业需求放缓是主因。具体来看，五一热度过去后，受到高温天气影响，出行需求减弱，旅游、其他用品和服务等价格环比均为负增长，复苏动力减弱，对非食品价格的支撑走弱。此外，核心 CPI 同比增长 0.4%，较上月回落 0.2 个百分点，继续处于低位运行，反映出内需仍偏弱，进而抑制价格上行。

6月30日，央行货币政策委员会二季度例会指出，要“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需”。近期多次强调“扩大内需”，反映出当前我国经济的关键点是需求端疲软、供需错位。随着内需持续改善，经济发展稳定，预计核心CPI上升是大概率事件，但上升斜率或偏缓。

图 44 原油价格下行趋势不改



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月CPI同比价格的下行主要来自此前季节性因素影响需求下滑，使得商品价格小幅下行。短期内，随着我国经济缓慢复苏，供给需求端均有所改善，但供过于求的态势仍在持续。叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，预期CPI同比涨幅阶段性低位运行未来或还会持续。长期来看，随着政策提振显现效果，内需扩大，消费市场恢复活力，CPI将回到合理水平。

## 2. 去库存周期或进尾声，生产端仍有调整压力

中国6月PPI同比下降5.4%，降幅比上月扩大0.8个百分点，主要是受国际大宗商品价格波动较为明显以及去年高基数效应影响。从环比看，6月PPI负增长0.8%，环比走弱表明国内外市场需求总体偏弱。

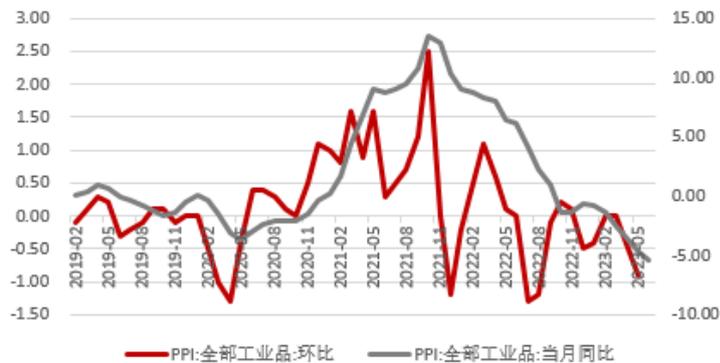
具体来看，PPI中的生产资料和生活资料分别同比下降6.8%和0.5%，分别较上月回落0.9和0.4个百分点。生产资料中，以采掘工业为首的各分项价格展现出结构性下跌、上游行业比下游行业环比下降更快的特征；生活资料中，则表现出“必需消费品需求仍坚挺，耐用消费品需求不足”的分化特征。

企业库存方面，本周企业多以出库为主，我国主要钢材库存整体下降，符合季节性规律，总体位于主动去库存逐渐走向被动去库存的过程之中。接下来，企业去库存周期或逐步进入尾声，后续需关注具体政策实施效果。

此次 PPI 降幅走阔或是受多因素共振推动。一是能源方面，与煤炭相关的行业受季节性因素影响需求回落，而受国际原油价格下跌拖累，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格环比也分别下降 1.6%、2.6%，进而影响交通燃料及居住水电燃料分项价格；二是下游行业中，纺织、食品制造、化学纤维等行业出厂价环比同为负，表明下游需求仍偏弱；三是楼市低迷，上游原材料方面，钢材、有色价格跌幅收窄，水泥、化工价格跌幅扩大。

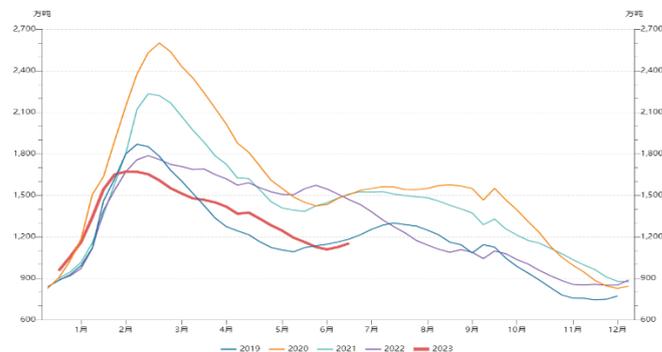
考虑到当前国内经济处于复苏初期阶段以及世界主要经济体增速放缓带来的挑战，叠加国内房地产市场或仍低位运行，生产端仍有一定调整压力，预计 PPI 在未来一个季度内将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

图 45 PPI 同比降幅进一步扩大



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 46 我国主要钢材库存



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 47 成本压力下降



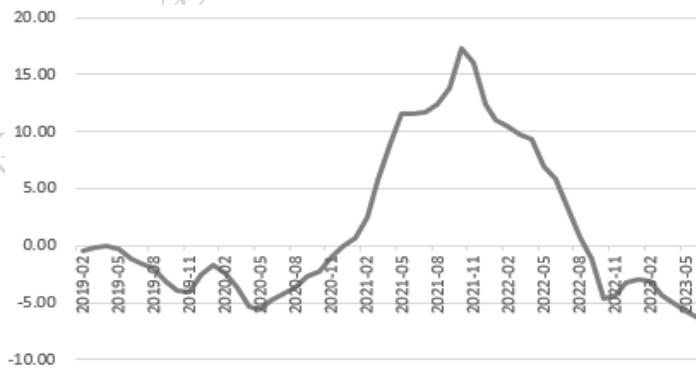
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 48 PPI 分行业环比



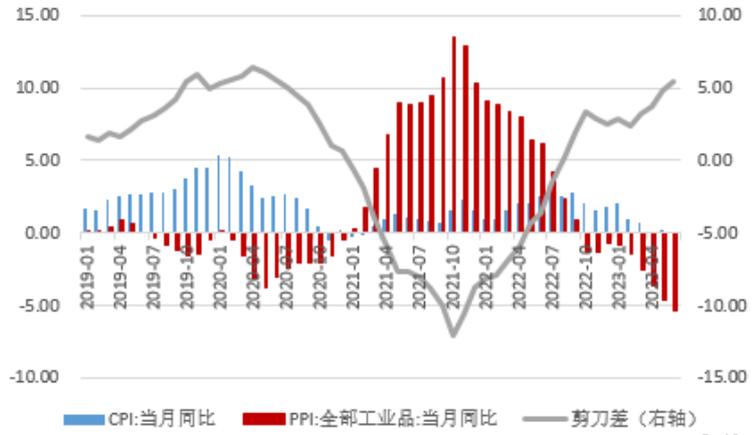
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 49 生产、生活资料负剪刀差持续扩大



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 50 CPI、PPI 剪刀差延续回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

### 三、国内宏观政策要更好体现针对性、组合性和协同性

#### （一）财政政策：“准财政”工具或加码

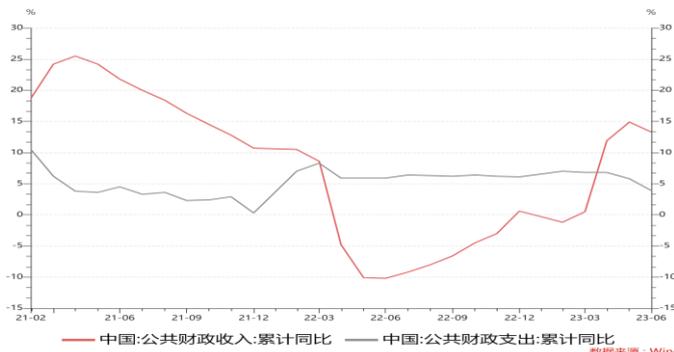
1-6月累计，全国一般公共预算收入119203亿元，同比增速为13.3%，主要受去年的低基数叠加今年的经济恢复性增长的影响。其中1-6月累计，税收收入同比增长16.5个百分点。其中增值税同比小幅上升，消费税和个人所得税均降幅收窄，但仍同比负增，或表明目前居民端消费意愿有所改善，但仍需相关政策助力，扩大内需。而非税收入看，1-6月累计，非税收入同比减少0.6%。从税收收入结构看，各主要税种表现分化。具体来看，企业利润增长低迷使得企业所得税降幅扩大，为主要拖累项；地产低景气连累相关税种全面下行；居民收入和消费改善幅度有限；个人所得税和国内消费税降幅收窄但仍处于负值区间。总的来说，1-6月的财政收入增长依赖于去年的特殊性因素影响，同时也与经济复苏息息相关。今年退税额同比大幅减少，带动财政一片向好，叠加错峰入库等因素，推高收入增幅。

从支出端来看，1-6月累计，一般公共预算支出同比增速为3.9%，连续三个月下滑，预计财政支出将在下半年集中发力。从分项来看，社保就业小幅回落至7.9%，但仍是分项中增长最快，占比最大的领域。社保就业支出在“稳就业”导向下持续改善，在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的社保就业支出有较强必要性；卫生健康高支出是针对疫情相关花销，预计将随着疫情不断好转而逐步回落，目前仍保持6.9%的较高增速；教育支出增速小幅回落至5%，呵护就业、扩大招生并加大就业辅导政策仍是支出重点方向。此外，农林水事务、节能环保、交通运输和城乡社区是预算内基建的重要投资领域，合计累计同比进一步降至-1.5%，支持力度略显疲软。6月政府性基金支出下行，更多源于专项债今年后置发力。针对经济内需不足和出口压力，未来有望出台更多宽财政政策，助力基建和产业发展，有效对冲需求不足。

6月财政收支体现出以下三个特征：基数变动下，一般公共预算收入同比增速回落；一般公共预算支出连续3个月同比下滑，基建继续为主要拖累；政府性基金支出下行，专项债后置发力。展望后市，预计2023年下半年需求继续放缓，财政收入承压，“稳增长”和“扩内需”仍需财政支出进一步发力。今年专项债后置发力，政府性基金或将在下半年为财政提供主要支撑，而政策性金融工具、贴息贷款等“准财政”工具或将在下半年加码，用于

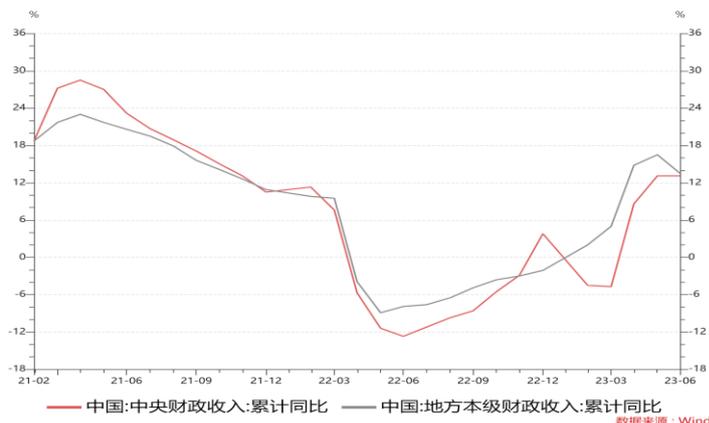
“扩内需”。此外，7月19日，国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，进一步释放稳定增长和稳定信心的信号。

图 51 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 52 地方财政收入同比增速 (%)

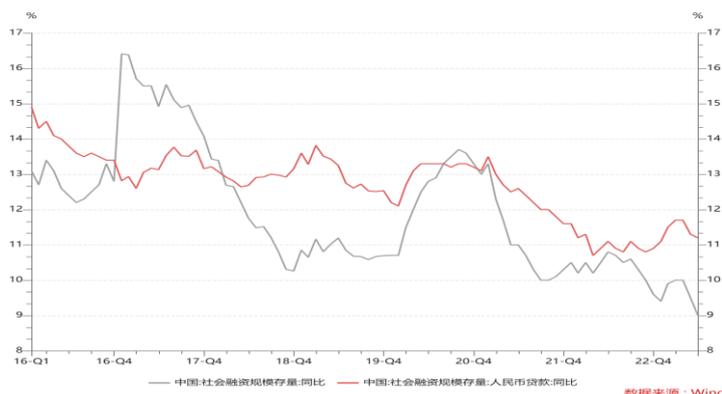


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

## (二) 货币政策: 重点关注物价和房地产两大风险

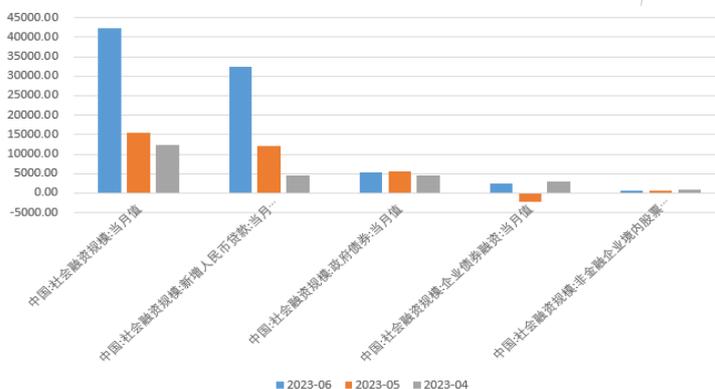
6月社会融资规模存量为365.45万亿元,同比增长9%,较上月回落0.5个百分点,并创2016年以来新低。其中,贷款项5月份同比下滑至11.2%;政府债券同比增速下跌至10.10%,较上月回落2.3个百分点;企业债券同比增速为-0.4%,较上月回落0.3个百分点,企业债券增速有明显下滑。从社融分项出发,去年财政背景前置发力,各地政府加速发行专项债,去年同期已基本完成进度,因此在高基数影响下,今年政府债净融资同比少增1.08万亿元,对6月社融增量形成明显拖累。但随着下半年政府债持续发力,对新增社融将由拖累转为支撑。

图 53 社会融资规模存量增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 54 社会融资规模分项



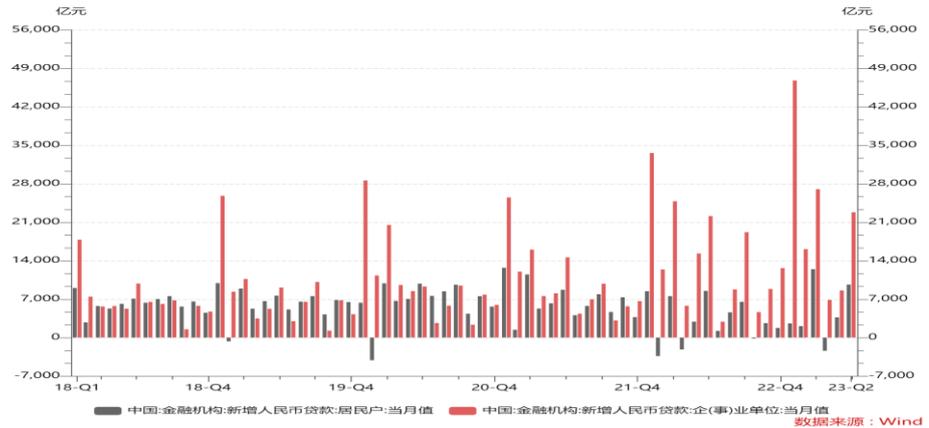
资料来源：wind，瑞达期货研究院

**信贷表现略超预期，居民端压力尚存。**6 月份人民币贷款新增 3.24 万亿元，比上年同期增加了 1825 亿元。6 月信贷呈现季节性回落，同时继续维持了此前“企业强、居民弱”的特征，居民端承压显著，其中，新增人民币贷款的最大拖累依旧是在居民中长期贷款。

具体来看，企业单位贷款增加 2.28 万亿元，其中，短期贷款新增 7449 亿元，中长期贷款新增 1.59 万亿元。企业端中长期贷款较 2022 年同比多增 1436 亿元，增速放缓、支撑力度减弱，初步展现了信贷需求走弱的迹象；短期贷款则大幅回升，较 2022 年同比多增 543 亿元，推动贷款上行。

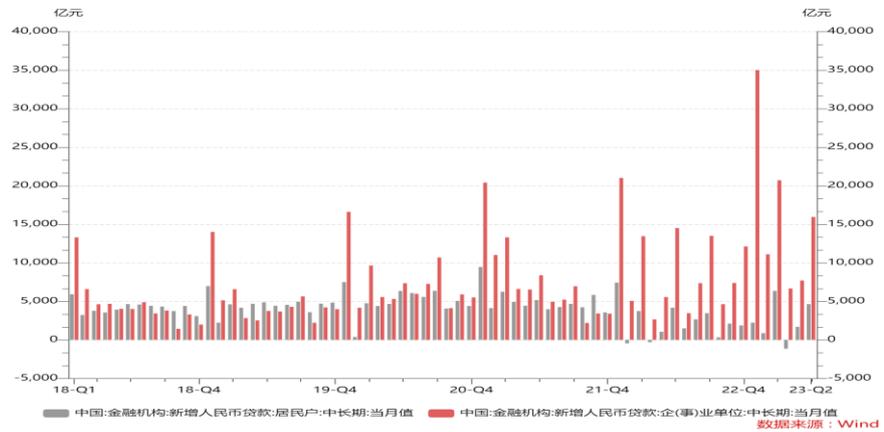
随着经济有序恢复，供需两端复苏趋势抬头。此外，央行 6 月份的降息举措为信贷成本打开了下行空间，叠加部分银行陆续开启储备项目等，都将共振推动企业中长贷的增长。但考虑到经济复苏斜率仍较为缓慢，内需不足，企业主动融资扩产意愿不强，后续或需要更多增量政策刺激。

图 55 新增人民币贷款当月值 (亿元)



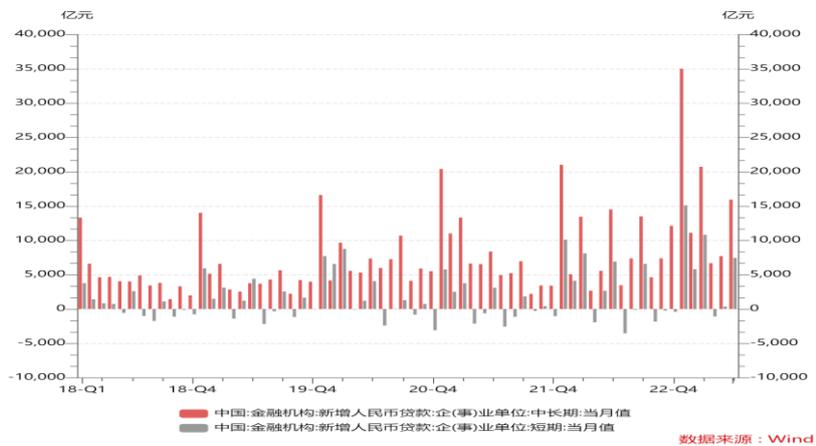
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 56 新增人民币贷款中长期贷款 (亿元)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

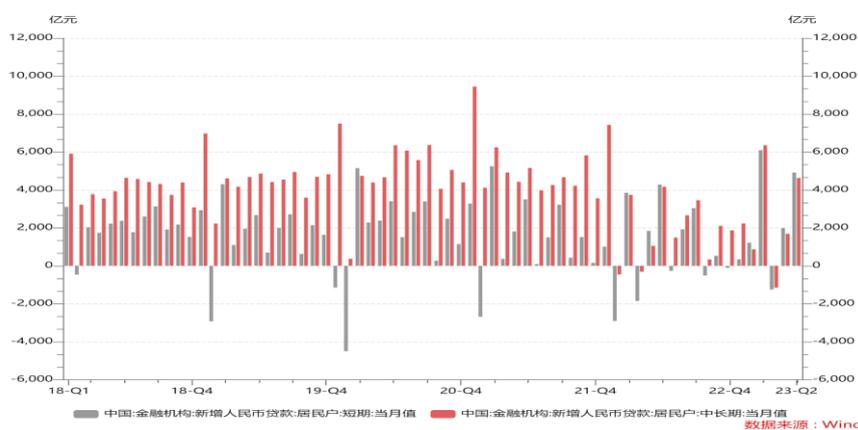
图 57 企业端短中长贷款当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

从居民端看，6 月份住户贷款新增 9639 亿元，同比多增约 1000 亿元。其中，居民短端及中长端贷款分别增加 4914 及 4630 亿元，延续了此前中长端不如短端的分化格局。受到 618 促销活动、端午假期等季节性消费热潮叠加低利率环境影响，零售端信贷表现良好，短期贷款在去年高基数的基础上同比多增 632 亿元，但居民短贷修复的持续性仍有待观察。而从中长贷来看，6 月新增规模开启弱修复，恢复至与 2017-2019 年基本持平，较 5 月改善明显。但由于房地产景气度不高，居民买房的意愿相对疲软，整体来看依旧是人民币贷款低位运行的主要拖累项，后续有望出台更多政策助于提振居民端贷款企稳回升。

图 58 居民端短中长贷款当月值（亿元）

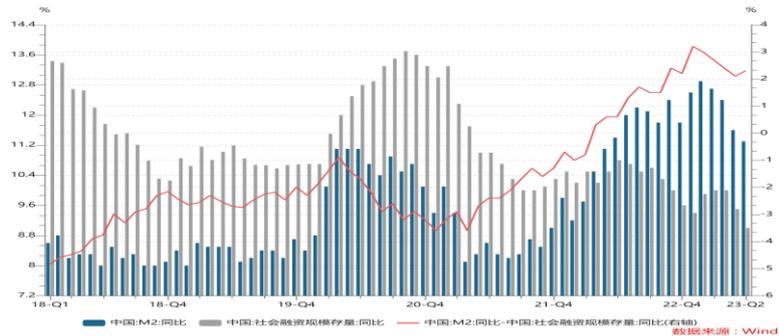
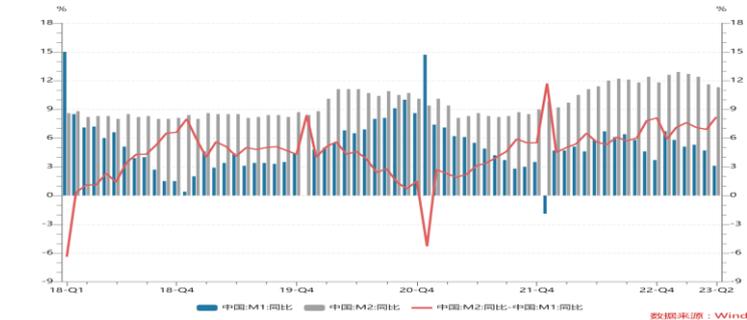


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

**留抵退税影响弱化，“稳增长”持续运行。**6 月份 M2 同比增长 11.3%，增速较上月减少 0.3 个百分点，比去年同期低 0.1 个百分点；M1 同比增长 3.1%，增速较上月减少 1.6 个百分点，比去年同期低 2.7 个百分点。M0 货币供应同比增长 9.8%。M2 增速在“稳增长”策略下逐渐放缓，维持稳健基调。M1 走势趋同，反映居民需求不足的同时也体现出企业生产活跃度的下行。存款大幅减少，主要因为去年 5 月留抵退税落地拉高了基数，导致影响弱化后，有所下行。

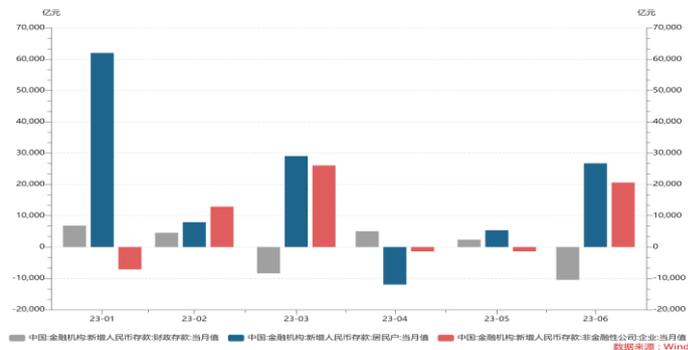
6 月住户存款增加 2.67 万亿元，非金融企业存款增加 2.06 万亿元，财政性存款减少 1.05 万亿元，非银行业金融机构存款减少 3320 亿元。由于季末考核，部分银行在 6 月推行更多组合配置，引导客户进行赎回资管产品并配置存款来增加业绩，导致居民存款同比多增。而企业存款规模在年季末月本应季节性上涨，同比少增说明企业盈利表现一般。财政存款同比多减，主因为财政支出加码。

图 59 居民消费动能有待释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 60 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总的来说，本月居民部门的超预期增长，推动了整体信贷的亮眼表现。但值得注意的是，高频地产销售数据与居民贷款数据背离，或表明部分居民通过中长期经营贷去置换存量房贷。目前来看，在经济恢复缓慢、企业资产负债率高位运行、物价低迷拖累企业现金流叠加的情况下，我国需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。展望下半年，信贷投放节奏趋于平缓，叠加政府债券后续发力，或将持续给社融增速开放上行空间。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议